

円高発、物価下落の可能性

～ 円高の緩和がデフレの進行に歯止めをかける ～

発表日：2010年1月20日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 副主任エコノミスト 有馬 めい
TEL:03-5221-4573**(要旨)**

- 円高がもたらしたデメリットは大きく、何にも増して雇用の不安定化を招いた点で、円高は不況を長引かせる決定的な要因であったといえよう。本稿では、円高を初動とする物価下落の可能性を、ある程度の確からしさをもって示すことができた。また、輸出物価の下落が非輸出財を相対的に割高にし、これが為替で調整されるのではなく国内物価の下落をもたらす、という悪循環があった可能性も示唆された。こうした因果関係によれば、円高の緩和は、輸出物価の下落に歯止めをかけると同時に、非輸出財の価格下落をとまなうデフレへの抑止効果をもつと期待される。
- 政府がさらなる円高を容認すれば、輸出産業の収益率はますます圧迫され、比較優位を保ってきた輸出産業の競争力すら脅かしかねない。デフレ不況下の日本では、為替の動向が自国にとって有益となるような政策的配慮が重要になっている。

○円高発、物価下落の可能性

円高・デフレが長期化している。円高を国益と捉え、最大限にこれを活かすべきとする向きもあるが、円高と長期化するデフレ・不況とは無縁ではなさそうだ。円高により輸出競争力が落ち、そこから長い停滞が発生した可能性を考えれば、円高デメリットは少なからず存在すると思われる。本稿では、円高を初動として物価下落が始まった可能性を探り、国内経済に与えたデメリットと、そこから学ぶべきことについて考えた。

(1) 円高メリット説への疑問 ～実質実効レートは円安でも交易条件は悪化～

足元の実質実効レートは実勢レートに比べ円安水準にある。したがって、産業の競争力は失われておらず、円高は恐れるに足らない、むしろこれを大いに活用すべきだという考え方がある。

しかし、実質実効レートを産業の競争力と見做して良いかどうかについては注意深くみなければならない。

まず、実質実効レートは貿易相手国との物価の相対比率（ここでは消費者物価の相対比率）で測られた均衡レートである。言い換えると、（貿易財と非貿易財の組み合わせによる）消費者の生活水準で測られた購買力平価であり、輸出産業の国際競争力をみる尺度としては不適當なのではないかという疑問がある。

また、これが実勢レートより割安ということは、単に自国の非貿易財価格が為替レート換算後の他国の水準と比べ、相対的に割高になってきた可能性を示唆しているに過ぎない。つまり、貿易財産業における生産性上昇のスピードが速く、非貿易財産業がそれに追いつかない状況を指しているだけで、輸出産業の国際競争力を語る上では意味を持たないのではないか。むしろ、非貿易財産業の大半はサービス業が占め、そのコストの多くが賃金であることを考えれば、実質実効レートの変動は、為替レートから国内物価への影響経路として意味を持つのかもしれない。

貿易取引を対象とするなら、輸出物価で測られた購買力平価、つまり交易条件を均衡レートとしてみるべきだろう。さらに、輸出産業の国際競争力を測るなら、交易条件と実質実効レートの比率でみるのが良い。これは、国内の製造コスト（ここでは消費者物価で代表される）に対する輸出物価の比率で測られた購買力

平価を意味し、輸出産業の超過収益力、或いは国際競争力と読みかえることができる¹。ここで、交易条件／実質実効レートで定義される国際競争力は、交易条件が実質実効レートを下回ると不利に、反対に上回れば有利な立場にあるとみなすことができる。

実際、日本の国際競争力をこの尺度で測ると、90年代初めから1995年にかけての急速な実勢レートの円高局面で国際競争力が大幅に悪化したことがわかり、以後も実勢レートの円高局面で国際競争力が低下する関係が続いている（資料1²）。ここから、実勢レートの円高トレンドと輸出産業の国際競争力の低下は無縁ではないことが推察され、定義から相対的に割高な非貿易財価格に下落圧力が働いているか、輸出物価がさらに下落しているかのいずれか（或いは全て）の状態を意味している。

恐らく、海外メーカーとのシェア争いが激化し、円高による減価分を輸出価格に転嫁しにくかった事情を背景に、輸出企業が円高耐性を高めるには、国内人件費の抑制を図りつつ、海外に生産拠点を移すほかなかったのだろう。同時に、そのようにして進んでいった貿易財の価格下落が原因で、国内のサービス価格などが相対的に割高になり、非貿易財価格にまで物価下落が波及した可能性もあろう。

以上のような考察は、90年代後半から日本の製造業がグローバル経営に舵を切り、次々と海外に生産拠点を展開していった流れや、国内の生産現場においても非正規の採用を増やし、人件費削減に努めてきた姿と重なる。また、流通産業や外食産業などでも低コスト化が進められてきたことは記憶に新しい。

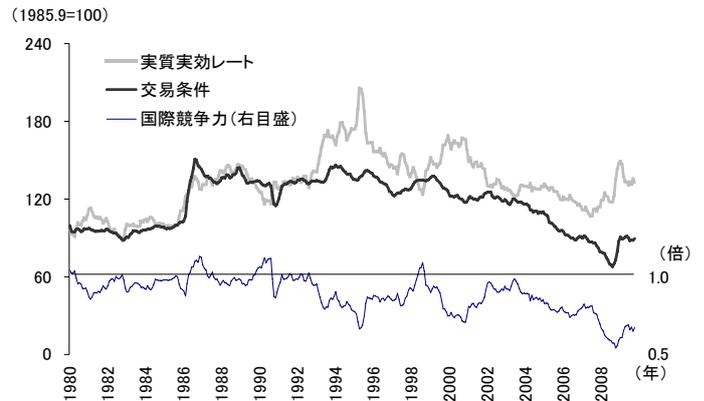
（2）国際競争力を失う日本の輸出産業 ～諸外国に比べ不利な立場が浮き彫りに～

しかし、そのような経営努力とは裏腹に、日本の世界に対する国際競争力は思ったほどに伸びなかった。それは、他の方法でも確認できる。

資料2は、ある商品またはサービスについて、世界の平均的な輸出比率と比較して、当該国の輸出比率がどの程度の大きさであったかを示すことで、世界に対する競争力を測ったもの（顕示比較優位指数）である。100%を超えていればその商品またはサービスの貿易において対世界で比較優位、100%未満なら比較劣位である。

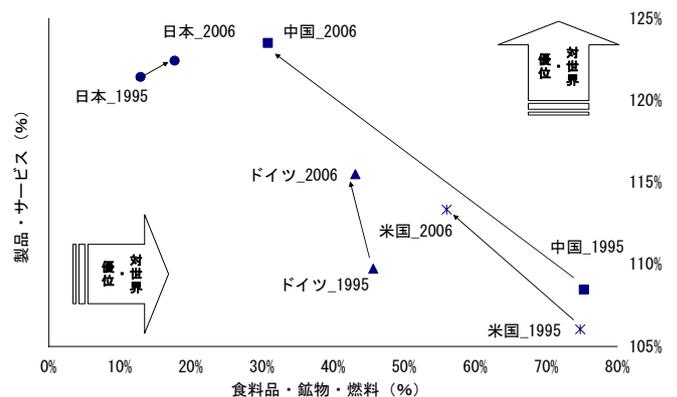
1995年当初、日本は工業製品で圧倒的に優位であったが、円高・デフレに悩まされたその後の10年ではほとんど伸びなかったといってよい。また、

資料1 実質実効レートと交易条件（1985年9月=100）



注) 交易条件=輸出物価/輸入物価。
実質実効レートは、先進工業国の物価水準を工業製品取引の比重で加重平均し、自国の物価水準（ここでは消費者物価）との相対比率で実質化している。
出所) IMF、日本銀行

資料2 産業の国際競争力（対世界、顕示比較優位指数）



注) 顕示比較優位指数 = (当該国の当該品目の純輸出額 / 当該国の総輸出額) / (世界の当該品目の純輸出額 / 世界の総輸出額)

出所) UNCTAD データより第一生命経済研究所作成

¹ 岡田靖・浜田宏一[2009], 補論①を参照。

² 参考までにドイツの場合を補論②にて記載。

円高による購買力の増大から、燃料などにおける比較劣位が大幅に改善したかという点、資源価格の上昇などによって阻害され、軽微な改善に留まったと考えられる。

これに対し、中国や他の先進国では、工業製品やサービス分野での国際競争力に大きな飛躍がみられた。とりわけ、中国の工業製品における伸びは目覚しく、2006年には日本の国際競争力を凌いだ。アメリカは、期間を通じ工業製品ではむしろ比較劣位にあったが、サービスの国際競争力がこれを補って余りある成長をみせたため、工業製品とサービスを合わせると、対世界での優位性を大きく向上させた。これらの諸外国の通貨が通貨高で推移していたなら、これ程の成長は望めなかったであろう。

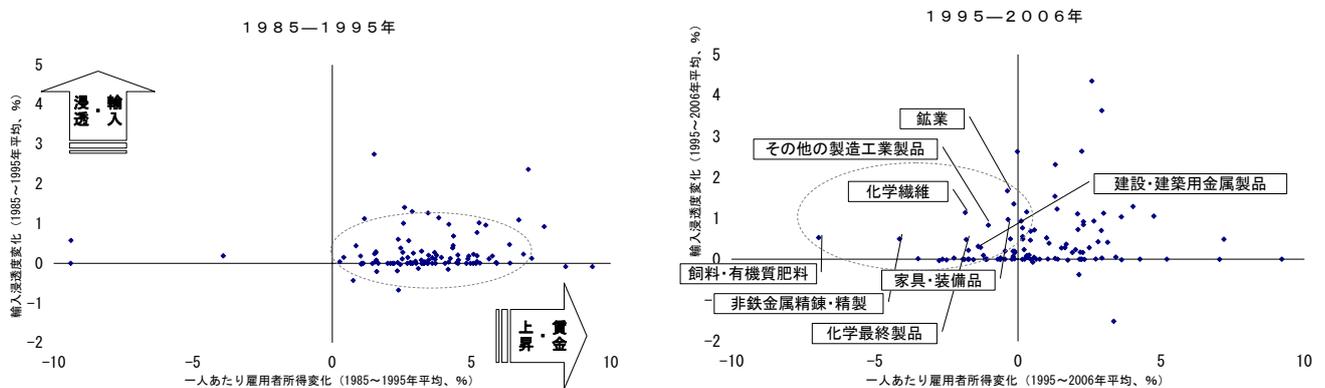
総じて、日本では輸送用機械や一般機械などの一部の産業で生産性の上昇があったが、円高に阻まれてそうした経営努力が実を結びにくい環境にあったといえよう。その結果、輸出でのメリットを享受できなかったという意味で、国際競争力という観点からは、円高によって失われたものの方が大きかったと考えられる。また、米国に習いサービスの輸出に活路を見出していく必要もあったのではないかと思われ、今後の産業構造を考える上でも、そうした舵取りが重要性を増しているといえよう。

(3) 輸入代替による雇用の不安定化 ～非貿易財産業をも巻き込む低賃金化が進行～

円高圧力は輸入代替を進行させ、国内雇用に不安定化させた可能性もある。資料3は輸入浸透度と一人あたり雇用者所得の関係（ともに前年比の期間中平均）を1986-1995年および1995-2006年で比較したものである。前者の期間においては、多くの産業で輸入の浸透がみられるものの、ほとんどの産業において一人あたり雇用者所得は増加していたことが読み取れる。

これに対し、後者の期間においては全体的な輸入の浸透と同時に、一人あたり雇用者所得の減少がみられるのが特徴的である。飼料・有機質肥料、非鉄金属精錬・精製、化学繊維、化学製品、家具・装備品などがその例である。また、輸入浸透度に変化のなかった産業の中でも、一部（飲食店、電信・電話業、出版・新聞業、社会保険・社会など）で同様に一人あたり雇用者所得の減少がみられる。

資料3 輸入浸透度と一人あたり雇用者所得（産業、前年比・期間平均）



注) 輸入浸透度=輸入/生産
出所) 経済産業省 JIP2009 データベースより 第一生命経済研究所作成

背景としては、輸送用機械や一般機械などの例外を除き、円高圧力に耐えられず比較劣位に転じた産業で雇用が失われていったこと、そして（規制緩和なども手伝って）非貿易財産業にまで低賃金の波が押し寄せたことなどが挙げられる。また、その帰結としてデフレが発生したことは言うまでもない。

(4) 円高発、物価下落の可能性 ～2000年以降は円高が物価下落の原因に～

そこで、円高圧力から物価下落が始まった可能性を、変数間の因果関係（Grangerの意味³）により検証した（資料4）。変数は、為替レート、消費者物価（総合、以後物価とする）、消費者物価（食料及びエネルギーを除く総合、以後コア物価とする）に加え、輸出企業の超過収益力または国際競争力を示す変数として、自然対数換算後の交易条件と実質実効レートの差（以後、国際競争力とする）を追加した。推計期間は1986～1999年および2000～2009年とし、タイムラグの幅は3ヶ月間（上段）、6ヶ月間（中段）、9ヶ月間（下段）で推計した。原因変数から結果変数への因果関係がない、という仮説が有意に棄却されることで、原因変数から結果変数に一定の影響力があつたものと推定し、有意水準3%以内、3～5%未満、5～10%未満で因果関係が検出された場合を記載した（空欄は因果関係が有意に検出されなかったことを示す）。

資料4 円高⇒物価下落の因果関係（Grangerの因果性検定）

3ヶ月	原因							
	為替レート		国際競争力		消費者物価		消費者物価(コア)	
	86～99	00～09	86～99	00～09	86～99	00～09	86～99	00～09
結果								
為替レート	-	-						
国際競争力			-	-				
消費者物価		***	**	***	-	-		
消費者物価(コア)							-	-

6ヶ月	原因							
	為替レート		国際競争力		消費者物価		消費者物価(コア)	
	86～99	00～09	86～99	00～09	86～99	00～09	86～99	00～09
結果								
為替レート	-	-						
国際競争力			-	-			***	
消費者物価		***		***	-	-		
消費者物価(コア)		**		***			-	-

9ヶ月	原因							
	為替レート		国際競争力		消費者物価		消費者物価(コア)	
	86～99	00～09	86～99	00～09	86～99	00～09	86～99	00～09
結果								
為替レート	-	-						
国際競争力			-	-			**	***
消費者物価		***		*	-	-		
消費者物価(コア)		***		***			-	-

注) 国際競争力=交易条件（対数）－実質実効レート（対数）。

他の変数も対数変換の後、1階階差で定常化された。

*は10%、**は5%、***は3%有意水準で因果関係が存在する可能性を示す（それ以外は空欄）。

出所) 財務省、総務省、日本銀行データより第一生命経済研究所作成

蓋然性が高いと思われるのは、為替レートから物価への因果関係であり、2000年以降に有意水準3%以内で有意に検出されたが、物価から為替レートへの因果関係は有意に検出されなかったことから、金融政策など外的な要因を含む名目為替レート（実勢レート）が、一方的に物価へ作用した可能性が示唆された。

同様に、国際競争力を原因変数とした場合、2000年以降に物価およびコア物価に対する因果関係が有意に検出された。また、物価を原因変数とすると、因果関係は一つも検出されなかったが、コア物価を原因変数

³ Grangerの意味で因果性があるとは、1期先の最適予測を行うにあたって過去の他の変数が役に立つという意味（予測の平均二乗誤差を最小にする意味）において、それら変数から一定の影響を受けていると判断するもの。一般的に使われる因果関係とは厳密には意味が異なる。

にすると、タイムラグ9ヶ月で有意に国際競争力への因果関係が検出され、輸出財の値下げが輸出産業自身の競争力を弱体化させていたことの裏づけとなる。そしてそれは、プラザ合意以降継続的に見出された点も興味深い。

資料4の結果について、物価の基調的な動きを示すコア物価と国際競争力の2変数に対象を絞って、影響関係をまとめたものが資料5である。2000年以降では、国際競争力からコア物価への影響が、半年以上の遅れをもって及んでいることが示唆された。

また、タイムラグを9ヶ月の幅で見込むと、反対にコア物価から国際競争力への影響関係も検出され、相互に影響を与えている様子が示唆された。なお、2000年以前においてはコア物価から国際競争力への影響関係のみが検出され、2000年以降とは対照的であった

(ただし、コア物価でなく物価と国際競争力の関係では、このような影響関係は検出されなかった)。

以上の因果関係から考えられるのは、2000年以降における円高は、国際競争力の低下を経由して、約半年以上の遅れをもって国内物価の下落に影響を与えた可能性が高い、ということであり、これまでの推論を傍証する結論となった。さらに、輸出物価の低下が国内の人件費を含むコスト負担率を引き上げ、輸出産業の国際競争力をますます弱体化させる、といったような悪循環が生まれた可能性も示唆された。

資料5 因果関係のまとめ

	1986～1999年	2000～2009年
3ヶ月		
6ヶ月	コア物価⇒国際競争力	国際競争力⇒コア物価
9ヶ月	コア物価⇒国際競争力	国際競争力⇔コア物価

(参考)

	1986～1999年	2000～2009年
3ヶ月	国際競争力⇒物価	国際競争力⇒物価
6ヶ月		国際競争力⇒物価
9ヶ月		国際競争力⇒物価

注) 網掛けは蓋然性が高いことを示す。また、空欄は因果関係が有意に検出されなかったことを示す。出所) 資料4に同じ。

(5) 円高デメリットの再認識 ～円高の緩和がデフレに歯止めをかける～

円高がもたらしたデメリットは大きく、何にも増して雇用の不安定化を招いた点で、円高は不況を長引かせる決定的な要因であったといえよう。本稿では、円高を初動とする物価下落の可能性を、ある程度の確からしさをもって示すことができた。また、輸出物価の下落が非輸出財を相対的に割高にし、これが為替で調整されるのではなく、国内物価の下落をもたらす、という悪循環があった可能性も示唆された。こうした因果関係によれば、円高の緩和は輸出物価の下落に歯止めをかけると同時に、非輸出財の価格下落をとともうデフレへの抑止効果をもつとも期待される。

昨年のG20サミットでは不均衡是正の重要性が強調され、今後さらに円高が進む可能性も囁かれている。しかし、政府がさらなる円高を容認すれば、輸出産業の収益率はますます圧迫され、比較優位を保ってきた輸出産業の競争力すら脅かしかねない。80年代後半におけるドイツなど、自国経済が(インフレリスクを抱えていたため)不利な立場に置かれるがゆえに、他国との協調関係よりも自国経済の回復を優先した政策をとり、最終的にはそうした判断が後の世界経済の発展に寄与したとみてとれる例もある。デフレ不況下の日本では、為替の動向が自国にとって有益となるような政策的配慮が重要になっている。

以上

(補論①) 国際競争力の定義

本稿では、岡田・浜田[2009]にならって消費者物価を国内の名目コストの指標とみなし、消費者物価でデフレートした輸出物価を購買力平価としてみた場合の超過収益力を、国際競争力として定義した。

輸出産業の国際競争力は次式の Ω によって表される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

Ω : 輸出産業の相対的な超過収益力 (国際競争力)、 EX : 為替レート (ドル円)
 P_1 : 自国の輸出物価、 P_2 : 自国の輸入物価、 P : 自国の消費者物価
 P_2^* : 相手国の輸出物価、 P^* : 相手国の消費者物価
 ω : 国際競争力 (対数)、 τ : 交易条件 (対数)、 rex : 実質実効為替レート (対数)

$$\frac{P_1}{P} = \Omega \cdot \frac{P_2^*}{P^*}$$

これを整理し、最低条件と実質実効レートの定義を代入すれば、輸出産業の国際競争力は、交易条件の実質実効為替レートに対する比率として表すことができる。

$$\Omega = \frac{P_1}{P_2} \cdot \frac{P^*}{EX \cdot P}$$

または、 $\omega = \tau - rex$

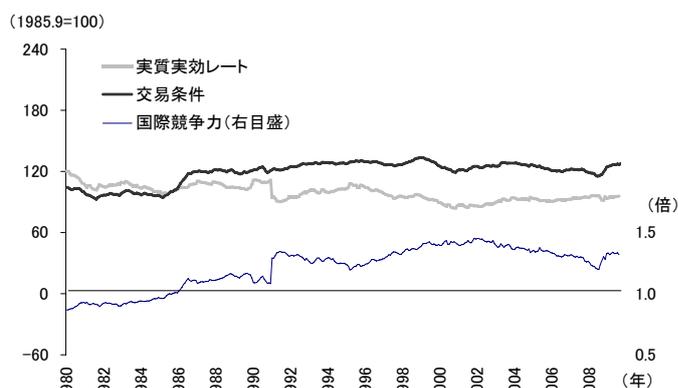
(補論②) 実質実効レートと交易条件の関係 ～ドイツの場合～

実質実効レートと交易条件の関係について、日本 (前掲、資料1) との対比でドイツの場合をみたものが資料6である。

ドイツの場合、プラザ合意のあった1985年9月を基点に、国際競争力が有利に転じたことが読み取れる。また、実質実効レートは日本に比べ安定的に推移してきたことから、ドイツ国内においては貿易財の物価下落が国内物価に影響を与えにくかったと考えられる。

とりわけ、東西の経済統合後は、東西の生産性格差によるインフレ圧力が継続的にかかっていたため、通貨高になったとしてもデフレを誘発するリスクは低かったものと思われる。さらに、ユーロ圏内での貿易取引など、安定した貿易構造も背景にあったと考えられる。

資料6 実質実効レートと交易条件 (ドイツ、1985年9月=100)



出所) IMF、Deutsche Bundesbank

<参考文献>

- 内閣府[2009], 「平成21年度 経済財政白書」
- 内閣府[2003], 「平成15年度 世界経済の潮流」
- 日本銀行[2009], 「実効為替レート (名目・実質) の解説」
- 岡田靖・浜田宏一[2009], 「バブルデフレ期の日本の金融政策」, 吉川洋・内閣府経済社会総合研究所 企画・監修, 『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会
- 吉川洋[1999], 「均衡為替レート」, 大蔵省財政金融研究所, 『フィナンシャル・レビュー』(January-1999)
- 内閣府[2009], 「為替変動の輸出物価への影響分析—為替転嫁率に影響する要因は何か—」(政策課題分析シリーズ5)
- 岩田規久男[2002], 「デフレの経済学」, 東洋経済新報社
- 安達誠司[2007], 「円の足枷—日本経済「完全復活」への道筋—」, 東洋経済新報社
- 鈴木淑夫[1995], 「円デフレとドルインフレ—異にはまった経済大国—」, 東洋経済新報社
- ロナルド・マッキノン[1998], 「ドルと円」, 日本経済新聞社
- 浜矩子[2009], 「ユニクロ栄えて国滅ぶ」(誰でもわかる経済教室①) 『文芸春秋』(文芸春秋), 第87巻第12号
- 佐々木融[2009], 「ドル下落は長期化へ—やはりドルは米経常赤字の重圧に耐えられない—」(ドル安の深み) 『週刊エコノミスト』(毎日新聞社), 第87巻第55号